

0- 794162

На правах рукописи



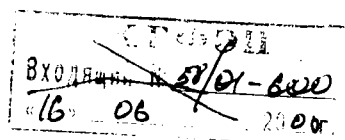
ТИМАГИНА ЮЛИЯ АНАТОЛЬЕВНА

**СТАНОВЛЕНИЕ И РАЗВИТИЕ РЫНКА
ИПОТЕЧНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ
В РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

Специальность 08.00.10 - Финансы, денежное обращение
и кредит

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Ульяновск 2008



Работа выполнена в Ульяновском государственном университете

Научный руководитель - кандидат экономических наук, доцент
Гарипова Зайтуна Латиповна

Официальные оппоненты: доктор экономических наук, доцент
Вагапова Дания Завдатовна

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КГУ



0000715310

кандидат экономических наук
Иванов Алексей Сергеевич

Ведущая организация - Мордовский государственный университет
им. Н.П. Огарева

Защита состоится 2 июля 2008 г. в 13 часов на заседании диссертационного
совета Д 212.214.01 при Самарском государственном экономическом
университете по адресу: ул. Советской Армии, д. 141, ауд. 325, г. Самара,
443090

С д
Сам

Авт

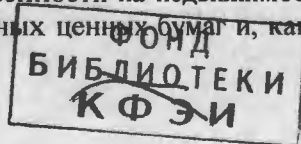
Учен
диссе

Актуальность исследования. На ближайшее десятилетие стратегической задачей развития России, заявленной Президентом РФ, становится создание "свободного общества свободных граждан" на основе экономического роста в государстве. Одним из ключевых направлений реализации намеченных ориентиров в Российской Федерации является повышение уровня благосостояния населения путем создания рынка доступного жилья, что непосредственно влияет на демографическую ситуацию в стране. Возможность решения жилищной проблемы находится в прямой зависимости от уровня платежеспособного спроса населения на жилье и объемов жилищного строительства на основе развития системы ипотечного жилищного кредитования.

В данной связи необходимым представляется изучение теоретических аспектов построения массовой системы ипотечного жилищного кредитования. Достаточно большое количество современных исследований на данную тему посвящены институциональным, организационным основам ее построения. Проблемы рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования исследуются редко, однако их недооценка может привести к банкротству системы. Прежде всего это касается рынка ипотечных ценных бумаг - одного из важнейших элементов рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования.

В настоящее время в нашей стране только создаются условия для рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг, формируется необходимая нормативно-правовая база. Однако субъекты системы ипотечного жилищного кредитования, прежде всего кредитные организации, серьезно рассматривают возможности рынка ипотечных ценных бумаг в качестве перспективного механизма рефинансирования ипотечных кредитов. Причинами этого являются благоприятные макроэкономические условия развития ипотеки в России, высокий потенциал спроса на новые кредитные инструменты, спрос населения на услуги ипотечного кредитования, подготовка и принятие поправок в законодательство о рынке ипотечных ценных бумаг.

Но несмотря на столь явные достижения, процесс становления российского рынка ипотечных ценных бумаг сложен и противоречив, что в большой степени связано с запретом в течение продолжительного периода самого института частной собственности на недвижимое имущество и рынка ипотеки. рынок ипотечных ценных бумаг и, как следствие, кредитных организаций.



Немаловажным фактором является экономическая, политическая и социальная ситуация в стране и за рубежом. С одной стороны, высокие процентные ставки делали недоступными ипотечные кредиты для большинства потенциальных заемщиков. На протяжении нескольких лет происходило постепенное снижение процентных ставок. Однако в последние два года проявились проблемы на зарубежных рынках ипотеки, вызванные неплатежами по ипотечным кредитам низкого качества, что привело к замедлению процесса снижения процентных ставок по ипотечным жилищным кредитам. С другой стороны, кредитные организации, накопив определенные пулы закладных, продолжают испытывать дефицит ресурсов долгосрочного характера. Во многих странах организации, занимающиеся ипотечным кредитом, решают эту проблему, используя механизм рефинансирования, и в том числе секьюритизацию, которая позволяет банкам сохранить ликвидность и одновременно увеличить объемы кредитования.

Указанные обстоятельства также обуславливают необходимость проведения исследования теоретических и практических аспектов построения основ рынка ипотечных ценных бумаг в России и, в итоге, определяют актуальность темы данного исследования.

Степень разработанности проблемы. Теоретические основы развития системы ипотечного кредитования в целом определены и проанализированы в научных трудах отечественных и зарубежных ученых и специалистов.

Проблемы ипотечного кредитования и организации рынка ипотечных ценных бумаг в дореволюционной России разрабатывались отечественными учеными XIX в., такими как Г.В. Бланк, Н.Х. Бунге, А.И. Гурьев, А.И. Зак, И.И. Кауфман, А.В. Красик, П.П. Мигулин, Я.А. Сербинович, Л.В. Ходский, С.С. Хрулёв и др.

Труды зарубежных экономистов в основном ориентированы на прикладные вопросы организации ипотечного кредитования и его специфику (С. Батлер, Д. Блевинс, Э.Дж. Долан, М. Фохлер, Ф. Дж. Фабоцци, К. Фоллак, К. Марк, П. Нойбауэр, П. Паул, А. Райф, Р. Страйк, О.Штекер, Ф. Вензель, В. Венор и др.).

В последние годы стали появляться монографии, кандидатские диссертации и десятки журнальных статей, которые посвящены вопросам развития ипотечного кредитования в современных условиях России. Это работы Н.И. Валенцевой, Д.З. Вагаповой, З.Л. Гариповой, В.С. Ема, К.Е. Калининской, Н.Б. Косаревой, О.И. Лаврушина, И.Д. Мамоновой, В.В. Меркулова, К.В. Митрошиной, Г.С. Пановой, И.А. Пенкиной, Л.И. Рябченко, В.И. Таранкова, А.Н. Ужегова и др. Все указанные публикации раскрывают тему ипотечного кредитования в отдельных ее аспектах.

В то же время практически отсутствуют работы, касающиеся моделей секьюритизации, которые могут использоваться для формирования финансовой базы ипотечного жилищного кредитования - рынка ипотечных ценных бумаг. Большинство авторов ограничиваются либо отдельными фактами функционирования ипотечных ценных бумаг в США и Европе, либо историческими справками по их развитию в дореволюционной России.

Актуальность данной темы, ее сложность, многоплановость и недостаточная разработанность определили цель и содержание исследования.

Цель и задачи исследования. Цель исследования - обоснование теоретических аспектов становления и развития рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования и определение основных направлений его совершенствования на основе обобщения отечественного и мирового опыта.

Реализация указанной цели предусматривает решение следующих задач:

- определить место рефинансирования ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования;
- раскрыть сущность, функции, роль рынка ипотечных ценных бумаг и содержание его государственного регулирования в системе ипотечного жилищного кредитования;
- обобщить и классифицировать риски на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими в системе ипотечного жилищного кредитования;
- исследовать отечественный и зарубежный опыт организации рынка ипотечных ценных бумаг для определения целесообразности его использования в современных условиях;
- проанализировать факторы и направления становления российского рынка ипотечных ценных бумаг;
- обосновать пути развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

Область исследования. Диссертационное исследование проведено по специальности 08.00.10 "Финансы, денежное обращение и кредит" Паспорта специальностей ВАК (п. 4.1 "Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов", 4.2 "Модели функционирования рынка ценных бумаг").

Объект исследования. Объектом диссертационного исследования является система ипотечного жилищного кредитования в Российской Федерации.

Предмет исследования. Предметом исследования выступают экономические отношения, возникающие в связи с выпуском и обращением ипотечных ценных бумаг.

Теоретико-методологическая основа исследования. Теоретико-методологической основой работы служат научные труды, публикации ведущих отечественных и зарубежных ученых в области кредитных отношений, организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов, ипотечного кредитования, становления рынка ипотечных ценных бумаг и его эволюции в России, диссертационные, монографические исследования, научные статьи из финансовых журналов.

Инструментарно-методический аппарат. Инструментарно-методический аппарат представляет собой сочетание системного подхода к анализу экономических явлений и процессов, методов и приемов системного и логического анализа, синтеза управленческих решений и подходов, методов научной классификации предметов и явлений, экономико-математических методов и моделей.

Информационно-эмпирическая база. При рассмотрении конкретных вопросов по исследуемой проблеме использовались данные Правительства РФ, Банка России, Госкомстата РФ, Министерства финансов России, Агентства по ипотечному жилищному кредитованию, информационных агентств, информационные материалы научных конференций и семинаров.

Нормативно-правовая база исследования. Нормативно-правовую базу исследования составили законодательные акты Российской Федерации: Конституция РФ, указы Президента РФ и постановления Правительства РФ, Жилищный кодекс Российской Федерации, федеральные законы и подзаконные акты, ведомственные инструкции и приказы Министерства финансов РФ, регулирующие рынок ипотечных ценных бумаг, а также инструкции Федеральной службы по финансовым рынкам и Центрального банка РФ.

Рабочая гипотеза диссертации. Рабочая гипотеза исследования заключается в системном представлении теоретических положений рассматриваемой темы и в обосновании научной концепции автора, в соответствии с которой определение теоретических и практических аспектов становления и развития рынка ипотечных ценных бумаг следует рассматривать в системе ипотечного жилищного кредитования. Такой подход предполагает изучение места рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования, его экономического содержания, возможности применения отечественного и зарубежного опыта.

Основные положения, выносимые на защиту, состоят в следующем.

1. Рефинансирование ипотечных кредитов является подсистемой системы ипотечного жилищного кредитования и представляет собой совокупность экономических отношений, связанных с преобразованием

требований по ипотечным кредитам в кредитные ресурсы. Необходим системный подход к определению структуры системы рефинансирования ипотечных кредитов.

2. Под механизмом рефинансирования ипотечных кредитов понимается совокупность методов и инструментов преобразования требований по ипотечным кредитам. Методы рефинансирования включают в себя продажу пула кредитов, эмиссию ценных бумаг с фиксированным уровнем выплат, обеспеченных платежами по долгосрочным кредитам, секьюритизацию ипотечных кредитов. Инструментами рефинансирования являются договоры купли-продажи пула кредитов, обеспеченные ценные бумаги, секьюритизированные ипотечные кредиты и выпущенные на их основе ипотечные ценные бумаги.

3. Выявление места, структуры, функций, роли рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования позволяет:

- определить данный рынок как совокупность экономических отношений и институтов по поводу выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг, предназначенных для рефинансирования ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования;

- исследовать содержание его государственного регулирования.

4. Предложенная классификация рисков, возникающих на рынке ипотечных ценных бумаг, обусловлена природой возникновения риска, этапом решения проблемы выпуска и размещения ипотечных ценных бумаг, сферой возникновения риска, возможностью его страхования, степенью допустимости, возможным результатом риска, а также видом ипотечной ценной бумаги. Классификация позволяет определять пути снижения рисков через традиционные способы управления ими.

5. В результате исследования отечественной и зарубежной практики становления рынка ипотечных ценных бумаг установлена необходимость использования в Российской Федерации смешанной модели рынка, построенной на обращении собственных и посреднических ипотечных ценных бумаг.

Научная новизна диссертационного исследования. Научная новизна исследования заключается в том, что на основе рассмотрения теоретических и практических аспектов становления и развития рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования предложены и научно обоснованы рекомендации по развитию рынка ипотечных ценных бумаг.

Элементы научной новизны представлены в следующих основных положениях:

- дано авторское определение системы рефинансирования ипотечных кредитов как совокупности экономических отношений, связанных с преобразованием требований по ипотечным кредитам в кредитные ре-

суды. Выявлена структура системы рефинансирования ипотечных кредитов, включающая в себя содержательный, организационный и инфраструктурный блоки;

- раскрыто содержание механизма рефинансирования ипотечных кредитов, представляющего собой совокупность методов и инструментов преобразования требований по ипотечным кредитам, исследованы и систематизированы методы и инструменты рефинансирования ипотечных кредитов;

- уточнено понятие рынка ипотечных ценных бумаг как совокупности экономических отношений и институтов по поводу выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг, предназначенных для рефинансирования ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования. Выделены основные элементы, функции и роль рынка ипотечных ценных бумаг в данной системе, определено содержание его государственного регулирования;

- разработана классификация рисков на рынке ипотечных ценных бумаг: субъективные и объективные риски, внешние и внутренние, страхуемые и нестрахуемые, минимальные, повышенные, критические и недопустимые, чистые и спекулятивные, риски на этапе принятия и реализации решения о выпуске ипотечных ценных бумаг, риски закладных, ипотечных облигаций и ипотечных сертификатов участия;

- обоснована необходимость использования смешанной модели рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, основанной на обращении собственных и посреднических ипотечных ценных бумаг.

Теоретическая и практическая значимость работы. Теоретическая значимость результатов исследования состоит в дополнительной разработке теоретических аспектов функционирования рынка ипотечных ценных бумаг, которые могут быть использованы в научно-исследовательской и преподавательской работе; в возможности использования сформулированных автором выводов и рекомендаций при разработке законодательных и нормативных актов, регулирующих развитие системы ипотечного жилищного кредитования и рынка ипотечных ценных бумаг.

Практическая значимость полученных результатов состоит в возможности использования разработанных теоретических положений и рекомендаций для развития рынка ипотечных ценных бумаг в деятельности кредитных организаций, участвующих в системе ипотечного жилищного кредитования, а также в системе высшего и дополнительного профессионального образования в учебном процессе при преподавании дисциплин "Рынок ценных бумаг", "Инвестиции", "Организация деятельности коммерческого банка".

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования докладывались на VI Международной научно-практической конференции "Стабилизация экономического развития Российской Федерации" (г. Пенза, 2007), на V Всероссийской научно-практической конференции "Социально-экономические аспекты современного развития России" (г. Пенза, 2008), на VI Всероссийской научно-практической конференции "Факторы устойчивого развития экономики России на современном этапе (федеральный и региональные аспекты)" (г. Пенза, 2008), на VI Всероссийской научно-технической конференции "Вузовская наука - региону" (г. Вологда, 2008).

Востребованность результатов диссертационного исследования подтверждается их внедрением в работу Ульяновского отделения Филиала АК Сберегательного банка РФ №8588, Филиала ОАО "БИНБАНК" в г. Ульяновске. Результаты работы используются в учебном процессе кафедры финансов и кредита Ульяновского государственного университета при преподавании дисциплин "Рынок ценных бумаг", "Инвестиции", "Организация деятельности коммерческого банка", что подтверждается справкой о внедрении.

Публикации. Основные положения и результаты диссертационного исследования нашли отражение в 14 научных работах автора общим объемом 3,02 печ. л.

Структура диссертационной работы. Диссертационное исследование включает в себя введение, три главы, заключение, библиографический список и приложения.

Логика исследования проблемы. Во введении обоснована актуальность темы, отражена степень разработанности проблемы, сформулированы цели, задачи, рабочая гипотеза, объект и предмет исследования, изложены его теоретико-методологические основы, определена информационно-эмпирическая и нормативно-правовая база исследования, представлены защищаемые положения, научная новизна, теоретическая и практическая значимость работы, результаты разработки проблемы, область исследования и структура диссертации.

В первой главе "**Теоретические аспекты функционирования рынка ипотечных ценных бумаг**" рассмотрены рефинансирование ипотечных кредитов в системе ипотечного жилищного кредитования, экономическое содержание и государственное регулирование рынка ипотечных ценных бумаг.

Во второй главе "**Анализ практики становления рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации**" исследованы ретроспектива, основные направления становления данного рынка на современном этапе, а также выделены имеющиеся риски и способы управления ими.

В третьей главе "**Пути развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации**" обоснованы возможности использования зарубежного опыта, перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

В **заключении** работы сформулированы основные выводы, полученные в результате проведенного диссертационного исследования.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ РАБОТЫ

В соответствии с целями и задачами научного исследования в диссертационной работе рассматриваются следующие группы проблем.

Первая группа проблем диссертационного исследования связана с обоснованием теоретических аспектов функционирования рынка ипотечных ценных бумаг. В результате проведенного исследования был выявлен ряд научных проблем, требующих решения.

В современных исследованиях, несмотря на частое употребление термина "система ипотечного жилищного кредитования", обнаружилось, что при акцентировании внимания на институциональные, организационные основы построения системы не раскрыты инфраструктурные элементы, а именно проблемы рефинансирования ипотечных кредитов. Однако их недооценка может привести к банкротству системы, к негативным последствиям от ее функционирования.

Исследование места рефинансирования в данной системе позволило обосновать необходимость выделения в ней подсистемы рефинансирования ипотечных кредитов. Обоснование выводов строилось на выявлении особенностей природы ипотечного кредита.

Система ипотечного жилищного кредитования, с одной стороны, является разновидностью системы кредитования и включает в себя ее основные элементы, а с другой стороны, существенные особенности данной системы делают возможным расширить ракурс исследования и рассматривать ее на макроуровне с точки зрения социально-экономической роли в экономике.

Исходя из сказанного, система ипотечного жилищного кредитования определяется как совокупность отношений по аккумулированию и целевому распределению денежных средств на приобретение жилой недвижимости и иные цели, способствующие улучшению жилищных условий.

Являясь элементом инфраструктуры вместе с кредитным механизмом, рефинансирование образует механизм ипотечного кредитования и одновременно как элемент содержательного блока формирует свою подсистему в системе ипотечного жилищного кредитования, делая ее завершенной, целостной, независимой от окружающей среды и самовоспроизводящейся.

Место рефинансирования ипотечных кредитов в качестве базового элемента системы ипотечного жилищного кредитования обосновано

свойствами, природой ипотечного кредита, такими его особенностями, как обеспеченность, долгосрочность, массовость и доступность.

Экономический смысл данной взаимосвязи сводится к следующему. Увеличение срока кредитования растягивает во времени погашение кредита, что приводит к уменьшению размера ежемесячных платежей заемщика и делает кредит более доступным. Подобное обстоятельство предъявляет особые требования к механизму мобилизации со стороны кредитора. Сравнительно небольшие объемы кредитных вложений можно осуществлять, используя депозитный механизм мобилизации ресурсов, выдаваемых на долгосрочной основе. Массовый характер рынка жилья требует разработки механизмов, построенных на вовлечении средств индивидуальных и институциональных инвесторов через рефинансирование выданных ипотечных кредитов.

В указанном контексте в работе дано авторское определение системы рефинансирования ипотечных кредитов: это совокупность экономических отношений, связанных с преобразованием требований по ипотечным кредитам в кредитные ресурсы.

Рефинансирование как подсистема системы ипотечного жилищного кредитования имеет целью обеспечение доступности жилья, массовости ипотечных жилищных кредитов путем снижения процентных ставок по кредитам и мобилизации большого объема долгосрочных ресурсов.

Выделенная подсистема рефинансирования имеет свой содержательный, организационный и инфраструктурный блоки. Основными элементами системы рефинансирования ипотечных кредитов являются субъекты и объекты рефинансирования.

В качестве субъектов выступают кредитные организации, специализированные ипотечные агентства (покупатели ипотечных кредитов), в качестве объектов - денежные обязательства заемщиков по ипотечным кредитам, предназначенные для преобразования в кредитные ресурсы.

В технологическом блоке рассматриваемой подсистемы ипотечного жилищного кредитования мы выделяем методы и инструменты рефинансирования (табл. 1).

Инфраструктурный блок, как и в системе ипотечного жилищного кредитования, является совокупностью надстроечных элементов, обеспечивающих эффективное функционирование подсистемы.

Исследование структуры системы рефинансирования ипотечных кредитов позволило:

- во-первых, определить содержание механизма рефинансирования ипотечных кредитов как совокупности методов и инструментов преобразования требований по ипотечным кредитам;
- во-вторых, систематизировать методы и инструменты рефинансирования (табл. 1).

Таблица 1

Методы и инструменты рефинансирования ипотечных кредитов

Метод рефинансирования путем продажи пула кредитов	Метод рефинансирования путем выпуска обеспеченных облигаций	Метод рефинансирования путем секьюритизации ипотечных кредитов
<i>Характеристика метода</i>		
Продажа пула. Активы переходят на баланс покупателя	Эмиссия ценных бумаг с фиксированным уровнем выплат, обеспеченных платежами по долгосрочным кредитам	Передача права на будущий поток платежей по кредиту, при этом активы не переходят на баланс покупателя
<i>Инструменты рефинансирования</i>		
Договоры купли-продажи пула кредитов	Обеспеченные ценные бумаги	Договоры купли-продажи права на будущий поток платежей по кредиту и выпущенные на основе их ипотечные ценные бумаги
<i>Преимущества метода</i>		
Происходит быстрая мобилизация денежных средств	Сохраняется собственный кредитный рейтинг банка	Эмитенты выпускаемых ценных бумаг - это особые компании, занимающиеся только выпуском секьюритизированных ценных бумаг. Позволяет избежать несоответствия активов и пассивов по срокам. Снижает риски кредитного учреждения. Появляются новые ликвидные инструменты на рынке ипотечных ценных бумаг
<i>Недостатки метода</i>		
Становится возможным отток клиентуры продающего пул банка из-за передачи вместе с пулом полной информации о заемщиках. Продающему пул банку требуется четкое следование стандартам деятельности. Появляются дополнительные издержки продающего банка, связанные с необходимостью передачи прав кредитора. Возникает несоответствие активов и пассивов кредитного учреждения по срокам	Появляются высокие издержки для банка по выводу активов с баланса. Происходит более долгая по времени мобилизация денежных средств. Возникает несоответствие активов и пассивов кредитного учреждения по срокам	Затягивается во времени процесс преобразования малоликвидных активов в денежные средства

Особое значение в механизме рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования отводится секьюритизации ипотечных кредитов, которая является процессом конвертации малоликвидных финансовых инструментов в новые ликвидные инструменты с помощью рынка ипотечных ценных бумаг. Поскольку секьюритизация сопровождается выпуском таких инструментов рефинансирования, как ипотечные ценные бумаги, тем самым она становится основой для функционирования рынка ипотечных ценных бумаг.

Таким образом, рынок ипотечных ценных бумаг является составной частью системы рефинансирования ипотечных кредитов и, следовательно, производной от системы ипотечного жилищного кредитования.

При анализе экономического содержания рынка ипотечных ценных бумаг было выявлено, что его следует рассматривать не только как составную часть механизма рефинансирования ипотечных кредитов, но и как подсистему самой системы ипотечного жилищного кредитования, преобразующей требования по ипотечным кредитам в кредитные ресурсы.

Сущность рынка ипотечных ценных бумаг как экономической категории раскрывается в природе ипотечного жилищного кредитования.

Подобная трактовка позволила, во-первых, уточнить научное определение рынка ипотечных ценных бумаг как совокупности экономических отношений и институтов по поводу выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг, предназначенных для рефинансирования системы ипотечного жилищного кредитования; во-вторых, обосновать его элементы, функции и роль в системе ипотечного жилищного кредитования.

Рынок ипотечных ценных бумаг состоит из совокупности взаимосвязанных и взаимообусловленных элементов, включающих в себя субъекты и объекты отношений, организационно-экономическую технологию операций рынка и инфраструктуру.

Основными субъектами рынка ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного жилищного кредитования являются:

- на первичном рынке ипотечного кредитования при обращении закладной кредиторы и заемщики;
- на вторичном рынке ипотечного кредитования в зависимости от метода механизма рефинансирования продавцы ипотечного кредита и их покупатели, эмитенты ипотечных ценных бумаг и их держатели (владельцы), кредитные организации и специализированные ипотечные агентства, управляющие инвестиционным покрытием, учредители доверительного управления ипотечным покрытием и коллективные инвесторы;
- на рынке капитала эмитенты и инвесторы.

Объектами отношений на рынке ипотечных ценных бумаг являются экономические отношения по поводу выпуска и обращения ипотечных ценных бумаг (ценных бумаг, выпущенных на основании обеспеченных

ипотекой денежных обязательств по договорам о залоге недвижимого имущества, исполнение обязательств по которым обеспечивается уплатой основной суммы долга и процентов за пользование заемными средствами).

Организационно-экономическая технология операций рынка ипотечных ценных бумаг охватывает основные особенности, модели рынка, сложившиеся в разных странах, организационные действия по выпуску и обращению ипотечных ценных бумаг и управлению рисками на рынке.

Инфраструктура представлена специализированными депозитариями ипотечного покрытия, управляющими ипотечным покрытием, регистраторами, организаторами торговли на рынке ценных бумаг, ипотечными брокерами, страховыми компаниями, специализированными оценочными фирмами, рейтинговыми агентствами, бюро кредитных историй, Центральным каталогом кредитных историй, органами государственного регулирования и контроля.

Рынком ипотечных ценных бумаг выполняются следующие функции: перераспределительная, воспроизводственная, страхования ценовых и финансовых рисков, обеспечения возврата заемных средств, формирования многоуровневого фиктивного капитала, регулирования цикличности рынка ипотеки, поддержания ликвидности рынка ипотеки, стимулирования оборота и перераспределения недвижимого имущества.

Роль рынка ипотечных ценных бумаг рассмотрена с позиции внешнего и внутреннего влияния на систему ипотечного жилищного кредитования. Внешняя роль рынка ипотечных ценных бумаг проявляется в способностях: к вовлечению инвестиционных ресурсов в реальный сектор экономики, к их эффективному использованию и рациональному распределению; к расширению доступности жилья и созданию класса собственников; к перераспределению инвестиционных ресурсов между регионами для сглаживания диспропорций социально-экономического развития; к решению социальных проблем в обществе; к повышению стабильности и эффективности рынка ссудных капиталов и рынка ценных бумаг. Внутренняя роль рынка ипотечных ценных бумаг характеризуется тем, что он обеспечивает более эффективное финансирование инвестиционной деятельности на ипотечном рынке, рост капитала владельцев ипотечных ценных бумаг, сбалансированность спроса и предложения на рынке ипотеки; позволяет привлечь различные категории инвесторов, смягчить ограничения по структуре капитала эмитентов, повысить ликвидность ипотечных активов и доступность ипотечных кредитов для граждан, снизить издержки по финансированию системы ипотечного жилищного кредитования, рисков вложения средств на рынке недвижимости, ускорить получение потребителями жилья за счет заемных средств.

Создание надежной системы ипотечного жилищного кредитования с использованием рынка ипотечных ценных бумаг требует многосторонней государственной поддержки.

Государство определяет концепцию развития рынка ипотечных ценных бумаг, формирует правовую базу для его надежного и эффективного функционирования, создает механизм социальной защиты субъектов рынка, проводит налоговую политику, стимулирующую участников рынка, создает необходимые институты для организации рынка и участвует в управлении ими.

Данное обстоятельство позволило, во-первых, характеризовать государственное регулирование как упорядочение соответствующими государственными органами регулирования и контроля деятельности всех участников рынка ипотечных ценных бумаг и операций с ними с целью достижения доступности ипотечных кредитов и надежности системы ипотечного жилищного кредитования; во-вторых, выделить субъекты, объекты, формы государственного регулирования на рынке ипотечных ценных бумаг.

Государственными органами регулирования и контроля на рынке ипотечных ценных бумаг (субъектами регулирования) могут быть высшие органы управления, министерства и ведомства, Центральный банк, объектами регулирования - деятельность всех участников рынка ипотечных ценных бумаг и операции с ипотечными ценными бумагами.

Формы государственного регулирования определяются степенью развитости экономики, жилищного сектора, состояния национального бюджета и включают в себя прямое (административное) и косвенное (экономическое) регулирование. Прямое государственное регулирование осуществляется посредством прямого участия государства на рынке, которое выражается в бюджетном финансировании участников рынка, в предоставлении государственных гарантий ипотечных ценных бумаг, в размещении бюджетных средств в ипотечных ценных бумагах. Косвенное государственное регулирование рынка ценных бумаг связано с формированием необходимых институциональных условий через уполномоченные органы управления.

Вторая группа проблем диссертационного исследования охватывает анализ практики становления рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации, включающий в себя ретроспективу, направления становления современного рынка, риски и способы управления ими.

Анализ ретроспективы становления рынка ипотечных ценных бумаг в России позволил выделить три периода в развитии ипотечных ценных бумаг: дореволюционный, переходный и рыночный. В зависимости от субъектов и объектов, организационно-экономической технологии операций, инфраструктуры, формы государственного регулирования на рынке ипотечных ценных бумаг определены характерные черты каждого периода (табл. 2).

Таблица 2

Периоды становления российского рынка ипотечных ценных бумаг

Дореволюционный период (конец XIV в. - 1917 г.)	Переходный период (конец 80-х гг. XX в. - начало XXI в.)	Рыночный период (с начала XXI в.)
<i>Субъекты и объекты отношений</i>		
<p><i>Субъекты отношений</i></p> <p>На рынке закладных: кредиторы - государственные и негосударственные ипотечные кредитные институты; заемщики - представители дворянства, купечества, крестьянства и других сословий.</p> <p>На первичном рынке эмиссионных ипотечных ценных бумаг: эмитенты - государственные и негосударственные ипотечные кредитные организации; первые держатели ипотечных ценных бумаг - заемщики.</p> <p>На вторичном рынке эмиссионных ипотечных ценных бумаг: первые держатели ипотечных ценных бумаг - заемщики; инвесторы - физические лица.</p> <p><i>Объекты отношений</i></p> <p>Закладные, закладные листы, акции земельных акционерных банков, ипотечные облигации</p>	<p><i>Субъекты отношений.</i></p> <p>Кредиторы: некоммерческие фонды, коммерческие банки, потребительские кооперативы, прочие юридические лица; заемщики - население.</p> <p><i>Объекты отношений</i></p> <p>Закладные, жилищные сертификаты</p>	<p><i>Субъекты отношений</i></p> <p>На рынке закладных: кредиторы - некоммерческие фонды, коммерческие банки, потребительские кооперативы; заемщики - население.</p> <p>На вторичном рынке закладных: специализированные агентства.</p> <p><i>Объекты отношений</i></p> <p>Закладные</p>
<i>Организационно-экономическая технология операций</i>		
Модель рынка собственных ипотечных ценных бумаг	Модель первичного рынка закладных, "квазиипотечные" схемы региональных, муниципальных и отраслевых ипотечных фондов. Отсутствие целостного законодательства	Модель первичного рынка закладных, зарождение модели рынка посреднических ипотечных ценных бумаг. Создание законодательного обеспечения
<i>Инфраструктура</i>		
Фондовые биржи, государственные органы регулирования и контроля, оценочные и страховые компании	Отсутствие	Государственные органы регулирования и контроля, оценочные и страховые компании
<i>Характеристика</i>		
Функционирование двухуровневого рынка ипотечных ценных бумаг	Формирование общих экономических условий	Формирование технологического, инфраструктурного блоков
<i>Государственное регулирование</i>		
Доминирование прямого государственного регулирования	Прямое и косвенное государственное регулирование	

Анализ ретроспективы показал, что исторический опыт функционирования рынка ипотечных ценных бумаг недостаточно широко используется в Российской Федерации.

В дореволюционный период становления рынка ипотечных ценных бумаг наблюдался самый широкий круг субъектов и объектов рынка, наиболее полноценной была организация рынка ипотечных ценных бумаг (модель рынка собственных ипотечных ценных бумаг).

В настоящее время круг участников рынка ценных бумаг гораздо уже по сравнению с дореволюционным периодом, но шире, чем в переходный период.

После краха в 1917 г. рынок ипотечных ценных бумаг стал возрождаться только в 1990-е гг. в виде первичного рынка закладных, "квази-ипотечных" схем региональных, муниципальных и отраслевых ипотечных фондов.

Рыночный период связан с зарождением модели рынка посреднических ипотечных ценных бумаг, т.е. совершенно иной организационно-экономической технологии операций.

На протяжении всего развития рынка государство являлось его активным участником и регулятором, оказывающим прямое и косвенное влияние на рынок ипотечных ценных бумаг.

Анализ практических аспектов построения рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации на современном этапе позволил определить направления его становления.

Факторами становления рынка ипотечных ценных бумаг в России являются:

- создание институциональных условий развития рынка ипотечных ценных бумаг;
- формирование общеэкономических условий развития рынка ипотечных ценных бумаг;
- наличие в стране спроса населения на жилье, на доступные ипотечные жилищные кредиты и ипотечные ценные бумаги;
- создание условий для осуществления банковской деятельности в системе ипотечного жилищного кредитования в стране.

Основными направлениями становления рынка ипотечных ценных бумаг как подсистемы системы ипотечного жилищного кредитования Российской Федерации выступают:

- 1) рост рынка закладных в 2006 - 2007 гг. на основе увеличения объемов ипотечных жилищных кредитов. Так, в 2006 г. произошел количественный рост рынка закладных по сравнению с 2005 г. более чем в 2 раза;
- 2) развитие системы рефинансирования через выпуск облигаций, обеспечением которых является залог недвижимости (рис. 1);

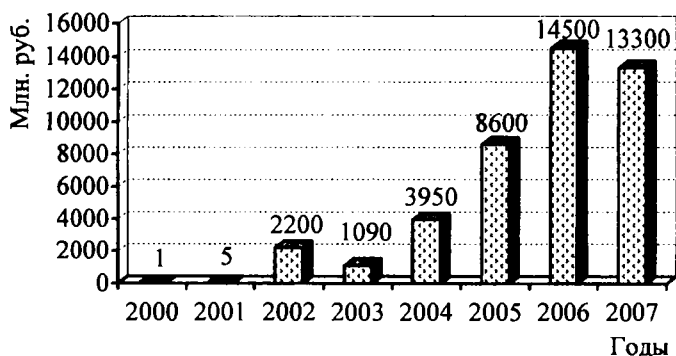


Рис. 1. Выпуск корпоративных облигаций в Российской Федерации

3) развитие коллективных инструментов рефинансирования в системе ипотечного жилищного кредитования (паи ИЗПИФ, сертификаты долевого участия ОФБУ);

4) развитие первичного рынка эмиссионных ипотечных ценных бумаг в системе рефинансирования ипотечных кредитов. По расчетам автора на основании данных проспектов эмиссии, в 2006 - 2007 гг. в Российской Федерации было организовано 9 выпусков ипотечных ценных бумаг 7 эмитентами в рамках "внутренней" и "внешней" секьюритизации на общую сумму более 36,8 млрд. руб. (рис. 2);

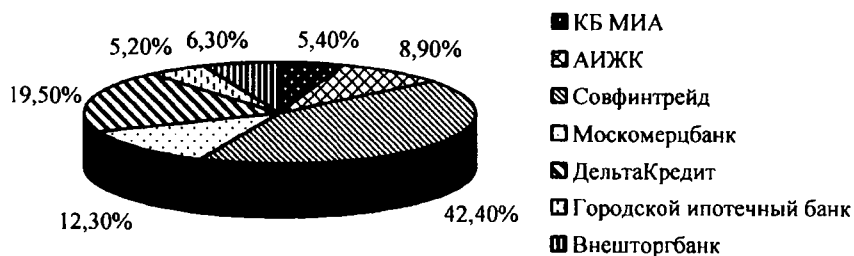


Рис. 2. Структура эмиссии ипотечных ценных бумаг по эмитентам

5) повышение надежности рынка ипотечных ценных бумаг в связи с усилением роли государства на данном рынке;

6) формирование и развитие различных инфраструктурных и технологических звеньев рынка ипотечных ценных бумаг.

По результатам исследования рисков на рынке ипотечных ценных бумаг разработана классификация рисков (табл. 3).

Классификация основных рисков на рынке ипотечных ценных бумаг

№ п/п	Классификационный признак	Виды рисков
1	<i>Природа возникновения риска</i>	Субъективные риски; объективные риски
2	<i>Этап решения проблемы выпуска и размещения ипотечных ценных бумаг</i>	Риски на этапе принятия решения о выпуске, покупки или продажи ипотечных ценных бумаг; риски на этапе реализации решения о выпуске, покупки или продажи ипотечных ценных бумаг
3	<i>Сфера возникновения</i>	Внешние риски; внутренние риски
4	<i>Возможность страхования риска</i>	Страхуемые риски; нестрахуемые риски
5	<i>Степень допустимости</i>	Минимальные риски; повышенные риски; критические риски; недопустимые риски
6	<i>Возможный результат риска</i>	Чистые риски; спекулятивные риски (риски, связанные с покупательной способностью денег и риски, связанные с вложением капитала)
7	<i>Вид ипотечной ценной бумаги</i>	Риски залладных; риски ипотечных облигаций; риски ипотечных сертификатов участия

В качестве основных способов управления рисками на рынке ипотечных ценных бумаг были выделены: получение большей информации, распределение риска между участниками, диверсификация, передача, страхование риска, резервирование средств, лимитирование и уклонение от риска.

Третья группа проблем, разработанных в диссертации, касается определения путей развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации.

На основе исследования зарубежного опыта и возможности его адаптации к российским условиям были выделены три модели организации анализируемого рынка (табл. 4).

В целом зарубежный опыт функционирования рынка ипотечных ценных бумаг является ориентиром при выборе российской модели функционирования такого рынка и эмпирическим материалом для прогнозирования проблем формирования и перспектив развития рынка ипотечных ценных бумаг.

Таблица 4

Основные зарубежные модели рынков ипотечных ценных бумаг

Субъекты и объекты	Основные риски	Применение в Российской Федерации
<i>Модель рынка закладных</i>		
Универсальные банки, выдающие закладные	Риски, связанные со способом привлечения ресурсов, риск ликвидности, риск несогласованности, риск ипотечных активов и пассивов по срокам, монопольное завышение ставок кредита при относительно непродолжительных сроках ссуд	Признаки данной модели присутствуют в современной российской практике. Для повышения эффективности функционирования модели необходимо создание: <ul style="list-style-type: none"> - жестких стандартов системы ипотечного жилищного кредитования; - создание специальных ипотечных банков, фондов для привлечения долгосрочных кредитных ресурсов
<i>Модель рынка собственных ипотечных ценных бумаг (европейская модель)</i>		
Ссудо-сберегательные учреждения, выпускающие ипотечные ценные бумаги - mortgage bonds (MB)	Риск недостатка средств новых вкладчиков, пирамидальность финансовых схем, зависимость от бюджета, риск досрочного погашения процентных ставок, риск банкротства эмитента	В России присутствуют некоторые признаки модели. Банки недостаточно активно используют механизмы европейской модели ипотечного кредитования, но сбережения населения занимают большую долю при финансировании строительства жилья. Для функционирования модели необходимы: <ul style="list-style-type: none"> - финансирование покупки готового жилья; - участие государства как гаранта на первоначальном этапе; - создание специальных льготных государственных накопительных программ для различных слоев населения
<i>Модель рынка посреднических ипотечных ценных бумаг (американская модель)</i>		
Посредники, являющиеся операторами вторичного ипотечного рынка и выпускающие ипотечные ценные бумаги - mortgage-backed securities (MBS)	Рыночный риск эмитента, риск инвестора, принимающего кредитные риски, риски, связанные с ипотечным пулом	В России создаются условия для внедрения данной модели, начинают функционировать основные субъекты рынка (АИЖК), инфраструктура. Для формирования рынка посреднических ипотечных ценных бумаг необходимы: <ul style="list-style-type: none"> -общая стабилизация экономики, которая позволит банкам привлекать долгосрочные кредитные ресурсы, а заемщикам подтвердить свою кредитоспособность на несколько лет вперед; -доработка законодательных актов, касающихся ипотечных ценных бумаг; -увеличение количества ипотечных кредиторов и снижение процентных ставок под влиянием конкуренции с постепенным увеличением срока кредитования

Исследование отечественной и зарубежной практики становления рынка ипотечных ценных бумаг позволяет определить, что для полноценного развития рынка ипотечных ценных бумаг в Российской Федерации наиболее целесообразным является создание смешанной модели рынка, основанной на обращении собственных и посреднических ипотечных ценных бумаг. Использование такой модели представит возможность достаточного финансирования системы ипотечного жилищного кредитования с использованием как государственных, так и частных ресурсов.

ОСНОВНЫЕ ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в научных изданиях, рекомендованных ВАК России

1. *Тимагина Ю.А.* Риски на рынке ипотечных ценных бумаг и способы управления ими [Текст] / Ю.А. Тимагина // Вестн. Самар. гос. экон. ун-та. - Самара, 2006. - № 8 (48). - С. 132-137. - 0,4 печ. л.

2. *Тимагина Ю.А.* Экономическое содержание рынка ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Тимагина // Экон. науки. - 2008. - № 3 (40). С. 332-334. - 0,34 печ. л.

Публикации в других изданиях

3. *Родина Ю.А.* Западноевропейский опыт использования ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Родина // Проблемы современного состояния социально-экономической системы России: межвуз. сб. науч. тр. - Саранск, 2004. - Вып. IV. - С. 103-106. - 0,24 печ. л.

4. *Родина Ю.А.* Место ипотечных ценных бумаг в системе ипотечного кредитования [Текст] / Ю.А. Родина // Российская экономика: потенциал для развития: межвуз. сб. науч. тр. - Саранск, 2005. - Вып. IV. - С. 182-186. - 0,24 печ. л.

5. *Родина Ю.А.* Особенности ипотеки как элемента экономической системы [Текст] / Ю.А. Родина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Вып. 2 (14). - Ульяновск, 2005. - С. 73-78. - 0,25 печ. л.

6. *Родина Ю.А.* Сущность и функции ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Родина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Ульяновск, 2005. - Вып. 1(15). - С. 64-68. - 0,21 печ. л.

7. *Родина Ю.А.* Виды ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Родина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Ульяновск, 2005. - С. 59-63. - 0,20 печ. л.

8. *Родина Ю.А.* Основные модели ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Родина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Ульяновск, 2005. - Вып. 2 (16). - С. 64-68. - 0,17 печ. л.

9. *Родина Ю.А.* Перспективы развития рынка ипотечных ценных бумаг в качестве основного механизма рефинансирования системы ипотечного кредитования в России [Текст] / Ю.А. Родина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Вып. 1 (17). - Ульяновск, 2006. - С. 60-64. - 0,17 печ. л.

10. *Тимагина Ю.А.* Место механизма рефинансирования в системе ипотечного кредитования [Текст] / Ю.А. Тимагина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Ульяновск, 2007. - Вып. 1(19). - С. 67-70. - 0,18 печ. л.

11. *Тимагина Ю.А.* Тенденции становления рынка ипотечных ценных бумаг в России [Текст] / Ю.А. Тимагина // Социально-экономические аспекты современного развития: сб. ст. V Всерос. науч.-практ. конф., февр. 2008 г. / под ред. В.П. Линьковой. - Пенза, 2008. - С. 11-13. - 0,12 печ. л.

12. *Тимагина Ю.А.* Факторы развития российского рынка ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Тимагина // Факторы устойчивого развития экономики России на современном этапе (федеральный и региональные аспекты): сб. ст. VI Всерос. науч.-практ. конф., февр. 2008 г. / под ред. Л.И. Крутовой. - Пенза, 2008. - С. 120-122. - 0,12 печ. л.

13. *Тимагина Ю.А.* Перспективы развития основных моделей рынка ипотечных ценных бумаг (в региональном аспекте) [Текст] / Ю.А. Тимагина // Вузовская наука - региону: материалы VI Всерос. науч.-техн. конф.: в 2 т. - Вологда, 2008. - Т. 2. - С. 192-194. - 0,21 печ. л.

14. *Тимагина Ю.А.* Государственное регулирование рынка ипотечных ценных бумаг [Текст] / Ю.А. Тимагина // Экон. науки: учен. зап. / Ульян. гос. ун-т. - Вып. 1 (22). - Ульяновск, 2008. - С. 69-73. - 0,17 печ. л.

Формат 60×84/16. Бум. писч. бел. Печать офсетная.

Гарнитура "Times New Roman". Объем 1 печ. л.

Тираж 150 экз. Заказ №1833

Отпечатано в типографии ООО "Типография-УАЗ".

432008, Ульяновск, Московское шоссе, 86.

201